

Elementært, min kjære Watson



Månedsbrev 02/2013

Med overgang til felles mynt forsvant muligheten til å endre valutakurser ved ulikevekt i utenriksøkonomien. Samtidig sluttet man å følge nøye med hvorvidt slike ulikevekter var i utvikling. Det var ikke så lurt.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Før finanskrisen slo ut i lys lue i Europa i 2009, hadde Spania og Irland fått ros av sine eurokollegaer. Hadde ikke disse to landene solid økonomisk vekst og skikkelig orden i de offentlige finansene? Jo, men på bekostning av en høy prisstigning og store låneopptak i privat sektor.

Risiko for mislighold prises ikke inn

Med så godt som samme nominelle rente i alle euroland – uaktet tempoet i prisstigningen – førte dette til negative realrenter der inflasjonen var høy. Markedet "glemte" å prise inn risikoen for mislighold. Gjeldsgraden i privat sektor nådde etter hvert nivåer som ikke var bærekraftige. Da det smalt, før arbeidsløsheten i været og bankene, som helt ukritisk hadde finansiert bobler i eiendomsmarkedet, gikk nedenom. Med økende arbeidsløshet falt skatteinntektene, og utgiftene til arbeidsløshetsstrygd steg. De sunne, offentlige finansene ble historie.

Bedre ble det ikke ved at staten måtte inn med store beløp for å redde en banksektor på falllittens rand. I Irland gjorde myndighetene det utrolig tåpelige å garantere for alle som hadde lånt penger til irske banken. "Look to Iceland". Der skjønnte man at det gjelder å fordele tapene i bankene på flest mulige, inklusive utenlandske innskyttere i islandske banker.

Tysk gjenforening og behov for en forverring av konkurransevnen

Før euroen kom, hadde EU-landene et valutapolitisk samarbeid, der et system med faste valutakurser stod sentralt. Endring av valutakurser krevde enstemmighet. Dette systemet fungerte dårlig tidlig på 1990-tallet. Etter tysk gjenforening var det behov for en oppskrivning av den tyske marken. Men Frankrike sa nei. En tysk revaluering innebærer en fransk devaluering. Den franske

ære kom i spill. Og politikken med "den sterke francen", stod i fare for å måtte oppgis.

Det kostet – og koster fortsatt – å få de skakkjørte tyske "länder" i øst på beina. Med behov for økt bruk av varer og tjenester, inklusive store realinvesteringer i øst, hadde Tyskland behov for en svekket konkurransevne. Når en slik svekkelse ikke finner sted ved en revaluering, er det bare "one game in town" tilbake, nemlig tysk inflasjon. Hvilket er eksakt hva vi fikk tidlig på 1990-tallet. Med den forutsigbare konsekvens at Bundesbank hevet renten for å forsvare pengeverdien.

Med tyske mark som nøkkelvaluta i Europa førte høye tyske renter til høye renter over hele fjella. Den norske bankkrisen tidlig på 1990-tallet hadde neppe blitt så dramatisk om Frankrike hadde tillatt en tysk revaluering, for da ville rentenivået i Norge i disse årene vært betydelig lavere.

Innføring av felles mynt og man slutter å følge med

I årene med fast valutakurs EU-landene imellom fulgte myndighetene nøye med på utviklingen av en rekke indikatorer for eksterne ubalanser og for forskyvninger i konkurransevnen mellom de ulike landene. Hensikten var å ha et best mulig beslutningsgrunnlag for hvor store endringer i de faste kursene det var behov for, når disse ubalansene var blitt for store, og endringer i de faste kursene – som altså ikke var så faste likevel, og som krevde enstemmighet – skulle vedtas.

En tilbakevending til et system med faste valutakurser og begrenset kapitalmobilitet er en vei å gå – "Look to China".

”Med overgang til ØMU blev overvågning af ulikevægt på nationale betalingsbalanser anset for overflødig, når de ikke længer kunne føre til valutakriser, men ville blive automatisk finansierede” skriver professor Niels Thygesen. En underlig setning. Man tar vekk virkemidlet til å håndtere ulikevekt i utenriksøkonomien – nemlig en endring i valutakursen – og samtidig slutter man å følge nøye med hvorvidt slike ulikevekter er i utvikling. Når man ikke lenger kan devaluere for å bedre konkurranseevnen (eller revaluere for å svekke den), blir det desto viktigere å unngå at ulikevekt i utenriksøkonomien oppstår, med tilhørende behov for endringer i valutakurser.

”Elementært, min kjære Watson”, ville Sherlock Holmes sagt. Og likevel, dette enkle poenget fikk verken reguleringsmyndighetene eller markedsaktørene med seg.

At ubalanser ”... ville blive automatisk finansierede” er til liten trøst. Finansiering rekker bare så langt. Når penga er brukt opp, og nye lån ikke tilgjengelig, må der omstillinger til. Brutale lønnskutt og finanspolitiske innstramninger. Etterspørselen faller i alle kanaler. Den perfekte oppskrift på nedgangstider og økende arbeidsløshet. Eksakt hva mange euroland har opplevd de siste fire-fem årene.

Finansministrene i G20-landene vil ha handling

Helgen midt i februar møttes finansministerne i G20-landene i Moskva for å vurdere noen globale økonomiske utfordringer. På radioen her jeg sitter på fjellet og skuer utover hvite vidder hører jeg at finansministerne vil ”straffe” land som på kunstig vis vil svekke egen valuta for på den måten å bedre konkurranseevnen og gjøre livet surt for andre land. Japan er vel kanskje landet man i første rekke har i tankene. Men hvem skal bestemme hva som er riktig

valutakurs? Og hvordan bestemme det? Hva slags tiltak vil det i så fall være snakk om mot land som jukser?

”Look to China”

Under forhandlingene Bretton Woods i USA i 1944 der grunnlaget for en nyordning av det internasjonale økonomiske system ble lagt, var John Maynard Keynes en ledende aktør. Han fikk gjennomslag for et system basert på faste valutakurser og begrenset kapitalmobilitet, dog således at ved ”fundamental ulikevekt” skulle det være mulig å endre valutakursen, gitt samtykke fra Det internasjonale pengefondet.

Dette systemet fungerte bra frem til slutten av 1960-årene. Med dollar som nøkkelvaluta og med amerikanske inflasjon klart høyere enn tysk inflasjon, gikk systemet i oppløsning. Fast valutakurs krever lav inflasjon hos landet med nøkkelvalutaen. Da amerikanerne ikke lenger kunne levere det, var Bretton Woods systemets dager talte.

En tilbakevending til et system med faste valutakurser og begrenset kapitalmobilitet er en vei å gå – ”Look to China”. Kina tillater ikke fri flyt av finanskapital ut og inn av landet. Det gjør det mulig å holde valutakursen stabil og å ha en mer uavhengig rentepolitikk.

Problemet med frie kapitalbevegelser er at valutakurser da tidvis kommer helt ut av kontroll. Valutakursen blir som en annen aksjekurs. Oppgaven å se til en passende konkurranseevne kan man ikke ivareta når valutakursen oppfører seg som en aksjekurs. Japan vet alt om dette. Som lot sin yen bli altfor sterk altfor tidlig. Når japanerne nå søker å rette på dette, får de pepper av de resterende G20-landene.

Hva Keynes ikke fikk gjennomslag for

Den globale økonomien synes å være preget av for liten samlet etterspørsel. Land med overskudd i utenriksøkonomien burde bruke mer penger, og på den måten bidra til å holde etterspørselen opp og arbeidsløsheten nede. Med jevne mellomrom blir overskuddsland som Kina, Tyskland, Japan, Sveits og Norge anklaget for å føre en for tilbakeholdende økonomisk politikk. Verbalt press fra andre om å gjøre noe med dette er en ting. Noe ganske annet er å betale for slik unnfalighet.

Keynes ivret for et system der ansvaret for å dempe ubalanser i handelen mellom land var mer symmetrisk. Land med underskudd betaler renter på sine lån. Det er vel og bra. Men tilsvarende burde overskuddsland bli pålagt en avgift for akkumulerte valuta-

reserver. Mente Keynes. En slik politikk ville gi incentiver til reduserte overskudd og således bidra til bedre global balanse.

25. februar 2013

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>